

设立万华福建合资公司，建设MDI、扩产TDI项目

投资要点

- 事件:**公司发布公告，公司与福建石油化工集团有限公司按照 80%: 20%持股比例合资成立万华化学(福建)有限公司(以下简称“万华福建”或“合资公司”)。合资公司以零价格受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司(以下简称“福建康乃尔”)64%股权，将建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目；合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的TDI装置及直接配套装置，将扩建TDI产能至25万吨/年，建设40万吨/年PVC项目、续建大型煤气化项目。
- 进一步垄断国内新增MDI产能。**福建康乃尔聚氨酯有限责任公司是福建康乃尔40万吨MDI项目的实施主体，该项目总投资66亿元，一期建设40万吨MDI项目，配套5.5万吨甲醛/年项目、10万吨/年氯化氢处理项目；二期配套建设48万吨/年硝基苯，36万吨/年苯胺、27万吨/年硝酸及相关配套设施，预计2021年下半年投产，也将是我国除了万华化学之外的第二家建设MDI的企业。公司与福建石化共同设立合资公司，并以零价格受让福建康乃尔64%的股权，此举进一步垄断国内MDI新增产能，并进一步巩固国内MDI技术上的核心护城河，同时实现了万华化学在东南地区生产基地的布局。
- 进一步垄断国内TDI市场。**同时万华福建将TDI由目前的10万吨/年提升到25万吨/年、建设40万吨/年PVC，续建大型煤气化项目等项目，参股公司东南电化将扩建烧碱产能，由目前的12万吨/年及在建的30万吨/年提升至60万吨/年。此外，公司与福建石化、东南电化签署股权转让协议，即公司以现金方式收购福建石化持有的东南电化(剥离TDI装置和PVC资产)49%股权，东南电化主要从事氯碱及热电业务，为MDI和TDI项目提供原料、公用工程配套。根据卓创资讯数据显示，目前国内TDI产能122万吨，万华化学和东南电化分别具备产能30万吨和10万吨，此次公司收购东南电化TDI资产并进行扩建，将进一步垄断国内TDI市场，未来扩产项目建成后，国内市场份额将进一步提升至40%，TDI行业集中度将大幅提高，也巩固了国内异氰酸酯行业龙头地位。
- MDI市场无需悲观，未来存上涨预期。**近期受疫情影响，国内MDI市场价格较为弱势，目前山东及华东地区万华PM200价格约129000-13100元/吨左右，上海外资源约12300-12400元/吨，纯MDI华东地区价格稳定在15500-15800元/吨。受疫情影响，浙江东曹瑞安装MDI精馏装置停车，短期内复产无望，国内其他多数装置负荷约40%左右，国内厂家库存整体较高。下游冰箱冰柜厂家复产进度有所好转，纯MDI下游鞋底原液、浆料、氨纶厂家多在浙江，受到较为严重影响，但未来有望逐渐好转。因此，短期MDI价格大概率承受较大的压力，但整体价格下跌空间有限，且我们判断二季度在需求集中刺激下，MDI价格存在明显上涨的可能性。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为3.16元、3.64元和4.08元，对应PE分别为16X、14X和12X，继续维持“买入”评级。
- 风险提示：**MDI价格大幅下滑的风险；项目收购进度或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	72837.11	67262.33	78951.50	93598.35
增长率	37.11%	-7.65%	17.38%	18.55%
归属母公司净利润(百万元)	15566.26	9927.93	11445.91	12814.91
增长率	39.80%	-36.22%	15.29%	11.96%
每股收益EPS(元)	4.96	3.16	3.65	4.08
净资产收益率ROE	40.61%	33.56%	29.25%	25.75%
PE	10	16	14	12
PB	4.07	5.34	4.03	3.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通A股(亿股)	14.24
52周内股价区间(元)	37.49-56.94
总市值(亿元)	1,548.52
总资产(亿元)	964.85
每股净资产(元)	12.85

相关研究

- 万华化学(600309): MDI价格保持稳定，乙烯二期项目继续延伸产业链 (2019-12-27)
- 万华化学(600309): 产品价格下跌拖累，三季度业绩同比下滑 (2019-10-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	72837.11	67262.33	78951.50	93598.35	净利润	16072.46	10395.74	11985.25	13418.76
营业成本	46493.42	47110.76	55966.40	67491.57	折旧与摊销	3184.74	3574.18	4166.76	4591.00
营业税金及附加	822.48	538.10	631.61	748.79	财务费用	1048.11	1076.20	1105.32	1310.38
销售费用	2460.50	2825.02	3237.01	3743.93	资产减值损失	181.74	100.00	100.00	100.00
管理费用	1846.94	3094.07	3552.82	4118.33	经营营运资本变动	1761.04	1917.85	-1225.44	-1378.03
财务费用	1048.11	1076.20	1105.32	1310.38	其他	-2990.59	-197.80	-206.89	-193.74
资产减值损失	181.74	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	19257.49	16866.17	15925.00	17848.36
投资收益	119.59	100.00	100.00	100.00	资本支出	-13733.74	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-3.18	-1.59	-1.85	-1.99	其他	3163.44	98.41	98.15	98.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10570.30	-4901.59	-4901.85	-1901.99
营业利润	19603.58	12616.60	14456.49	16183.36	短期借款	6154.39	12870.75	-6763.32	-10882.13
其他非经营损益	-108.22	-15.70	-16.43	-16.19	长期借款	-597.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	19495.36	12600.90	14440.06	16167.17	股权融资	458.82	0.00	0.00	0.00
所得税	3422.89	2205.16	2454.81	2748.42	支付股利	-4101.02	-3113.25	-1985.59	-2289.18
净利润	16072.46	10395.74	11985.25	13418.76	其他	-11851.14	-22225.12	-1105.32	-1310.38
少数股东损益	506.21	467.81	539.34	603.84	筹资活动现金流净额	-9936.49	-12467.63	-9854.22	-14481.68
归属母公司股东净利润	15566.26	9927.93	11445.91	12814.91	现金流量净额	2413.52	-503.05	1168.92	1464.68
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7229.28	6726.23	7895.15	9359.83	成长能力				
应收和预付款项	14183.81	13268.00	15523.77	18433.59	销售收入增长率	37.11%	-7.65%	17.38%	18.55%
存货	8940.33	9058.56	10772.11	12986.56	营业利润增长率	15.59%	-35.64%	14.58%	11.95%
其他流动资产	539.58	397.83	466.96	553.59	净利润增长率	20.76%	-35.32%	15.29%	11.96%
长期股权投资	707.70	707.70	707.70	707.70	EBITDA 增长率	13.11%	-27.56%	14.26%	11.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	46636.19	48220.67	49212.56	46780.22	毛利率	36.17%	29.96%	29.11%	27.89%
无形资产和开发支出	4664.61	4511.50	4358.38	4205.27	三费率	7.35%	10.40%	10.00%	9.80%
其他非流动资产	4161.96	4156.41	4150.87	4145.32	净利润率	22.07%	15.46%	15.18%	14.34%
资产总计	87063.46	87046.90	93087.51	97172.08	ROE	40.61%	33.56%	29.25%	25.75%
短期借款	18868.96	31739.71	24976.40	14094.27	ROA	18.46%	11.94%	12.88%	13.81%
应付和预收款项	14191.08	15027.29	17509.31	20927.05	ROIC	29.45%	17.61%	19.79%	21.67%
长期借款	5724.10	5724.10	5724.10	5724.10	EBITDA/销售收入	32.73%	25.67%	24.99%	23.60%
其他负债	8696.99	3576.47	3898.72	4318.10	营运能力				
负债合计	47481.13	56067.58	52108.53	45063.53	总资产周转率	0.95	0.77	0.88	0.98
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	2.30	1.74	1.78	2.00
资本公积	2445.92	2445.92	2445.92	2445.92	应收账款周转率	21.79	18.02	20.17	20.32
留存收益	16577.84	23392.52	32852.84	43378.57	存货周转率	5.83	5.23	5.64	5.68
归属母公司股东权益	38048.99	28978.18	38438.51	48964.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	125.99%	—	—	98.05%
少数股东权益	1533.33	2001.14	2540.47	3144.32	资本结构				
股东权益合计	39582.32	30979.32	40978.98	52108.55	资产负债率	54.54%	64.41%	55.98%	46.37%
负债和股东权益合计	87063.46	87046.90	93087.51	97172.08	带息债务/总负债	51.80%	66.82%	58.92%	43.98%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	0.77	0.61	0.78	1.10
EBITDA	23836.43	17266.97	19728.57	22084.74	速动比率	0.55	0.42	0.54	0.76
PE	9.95	15.60	13.53	12.08	股利支付率	26.35%	31.36%	17.35%	17.86%
PB	4.07	5.34	4.03	3.16	每股指标				
PS	2.13	2.30	1.96	1.65	每股收益	4.96	3.16	3.65	4.08
EV/EBITDA	7.27	10.51	8.80	7.30	每股净资产	12.12	9.23	12.24	15.59
股息率	2.65%	2.01%	1.28%	1.48%	每股经营现金	7.29	5.37	5.07	5.68
					每股股利	1.31	0.99	0.63	0.73

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn